

在成長時期，我最好的朋友就住在對街。艾德是個精明的人，做到一家大銀行的外匯交易櫃檯主管。從我 6 歲那年搬入社區，我們就成為朋友了。艾德上大三時，他獲選加入日本東京一家銀行的工讀計畫。在他結束計畫後回來，和我分享令人興奮的外匯交易世界，以及住在東京時，他非常喜歡的食物——壽司。我問他，「怎麼會有人吃生的魚？」艾德開始解釋，一旦嚐過那個滋味後，你就會愛上它。

那是在 1970 年代，在我記憶中，當時紐約布魯克林區看不到任何一家專賣壽司的餐廳。現在只要我走出家門，不論車往哪個方向開，不超過半哩，就會看到一家壽司餐廳。我記得很清楚，最先幾家賣壽司的餐廳在布魯克林開幕時，外面都是大排長龍的民衆。隨著時間的過去，壽司愈來愈受歡迎，其他餐廳的老闆看到需求，一家家的餐廳開張，開始競爭營業。在短時間內，市場上到處都是賣壽司的餐廳，我現在很懷疑到底有多少家是賺錢的。

趨勢不但決定何種行業佔優勢，也決定他們能在該行業裡維持多久。過度依賴趨勢，不夠創新和未能適應新環境的公司經營不了太久。在 1950 年代，標準普爾 500 指數中的公司，平均存活年數大略是 25 到 35 年之間，在今日降到 10 到 15 年之間。² 此數字的變化，可以讓你看清楚當今商業界競爭的激烈程度。

護城河

關於壽司的故事，在業界並非特例；事實上這類事件經常層出不窮。成功的企業會引來想在獲利和市佔率分一杯羹的競爭者。一旦有公司在某個行業中佔有優勢，每個人就群起效尤介入該行業。這情形最常發生在 1 或 2 家公司佔有該行業的主要地位，他們取得大部分的市場佔有率，結果就像白天緊接著黑夜一般，吸引一大群的競爭者。曾經很好賺而且幾乎沒有競爭對手的好生意，轉眼間就得面對利潤的縮水，以及隨處可見的競爭對手。

如果有公司能在美國市場的該產業中取得優勢的地位，那他一定做了一些有意義的事。美國是世界上最大的資本主義社會，佔全世界總產值的 21%，該比率在超過 30 年的時間裡依然相對穩定。美國 2002 年的總產值為 10.3 兆美元，比排名後面的兩大經濟體中國和日本的產值相加還要大。³ 然而美國人口卻佔全球人口數不到 5%。從另一個角度來看，世界人口的 5% 住在美國，卻製造出全世界總產值的 21%—令人難以置信的統計數字。

擁有高市佔率並能持續擴大的公司，必然在該產業中具有競爭優勢。華倫·巴菲特在購買公司前會使用一個標準，就是分析公司有多大的競爭優勢，他甚至為此創造一個新名詞—經

濟護城河 (economic moat)。他解釋，在古時候城堡外面都會有護城河保護著，當敵人設法去襲擊城堡時，他們不但必須對付弓箭手和彈弓，還必須解決圍繞著城堡的護城河。護城河愈寬，敵人愈難攻克城堡。

我就像是籃球教練，上街找尋七英尺高的人。如果有人來到我面前說，「我身高只有五英尺六，但你應該看看我是如何控球的」，我是不會有興趣的。⁴

－華倫·巴菲特

巴菲特試著去買進那些有著非常寬廣護城河圍繞的企業，這會使其他想爭奪市佔率的競爭者極難成功，他也想知道經營階層如何能持續加大護城河。護城河愈寬廣，企業就愈受保護，護城河愈狹窄，企業就愈沒有抵抗力。就如同巴菲特寫的，「在商場上，我尋找擁有牢不可破的護城河所保護的經濟城堡」⁵。



經濟護城河
(economic moat)

華倫·巴菲特杜撰出來的名詞，指的是公司相對於其競爭者所擁有的競爭優勢。護城河是指作為阻擋其他公司嘗試取得市佔率的障礙。

你很少聽到華爾街談論競爭優勢或是公司的經濟護城河，但是護城河對企業的成功甚為重要。就像巴菲特再三提醒我

價值投資 致勝11堂課

GETTING STARTED IN **VALUE INVESTING**

們，這是投資最重要的秘訣之一：

投資獲利的關鍵，不在於評估這個產業對社會將有多大的影響，或是它的成長幅度，而是由公司的競爭優勢來決定，尤其是競爭優勢能維持多久。擁有既寬廣又耐久護城河的產品或服務，就是讓投資人獲利的保證。⁶

在我們進行尋找「牢不可破的護城河所保護的經濟城堡」之前，我想與你分享公司可能擁有哪些不同類型的護城河。瞭解護城河的性質之後，你將能夠輕易地看出，哪些是擁有競爭優勢的公司。你必須知道，這類公司在市場上並不多，但是如能找到並擁有，財務上的回饋是極為豐碩的。晨星 (Morningstar.com) 是一家股票搜尋網站公司，同時發行投資刊物，在 2007 年 7 月，它由 1,900 家公司的資料庫中挑選出 189 家擁有「牢不可破」或寬廣護城河的公司。

護城河的種類

尋找寬廣護城河的公司需經過兩個階段，一半是藝術，另一半則是科學。從藝術來說，你只要將自己視為顧客，然後問自己，為何你會選擇一家公司，而不是其他家的產品或服務。

基本上，從能讓顧客對一家公司產生忠誠度的因素來看，護城河有四種：

品牌

如果超級市場裡的可口可樂都賣完了，而波卡可樂 (Boca-Cola) 的六罐裝比可口可樂便宜 1 美元，你會買波卡可樂嗎？大部分的人都不會買，這個因素造就了有力的品牌與優秀的企業。商業週刊 (BusinessWeek) 每年都會依世界前 100 大品牌進行排名 (見表 6.1)，他們同時對品牌的強度予以金錢化。全世界最具知名度的品牌就是可口可樂，光是他們的商標價值估計就高達 670 億美元。⁷

勞力士錶 (Rolex) 建立了強而有力的品牌，顧客為了品牌願意為它付出幾萬美元的價格，而另一個極端則是天美時錶 (Timex)，依然能在藥妝店以 29.95 美元買到。兩種品牌的手錶，都能達到相同的報時功能，然而勞力士錶讓人聯想到權力、成功和富裕。勞力士錶有可觀的廣告預算，能持續資助該產品成為高貴生活時尚的品牌。巴菲特說，如果有人給他 1,000 億美元，並要他用來奪取可口可樂的市佔率，他會把錢退還回去。品牌的競爭優勢，就是顧客願意為一個產品或服務付出更多的錢，而且大多數不願意接受任何替代品。

價值投資 致勝11堂課

GETTING STARTED IN **VALUE INVESTING**

表6.1 前十大品牌—2006年

排名	公司	擁有國	2006 年品牌價值 (\$百萬美元)
1	可口可樂 (Coca-Cola)	美國	\$67,000
2	微軟 (Microsoft)	美國	\$56,923
3	國際商業機器 (IBM)	美國	\$56,201
4	奇異 (GE)	美國	\$48,907
5	英特爾 (Intel)	美國	\$32,319
6	諾基亞 (Nokia)	芬蘭	\$30,131
7	豐田 (Toyota)	日本	\$27,941
8	華德迪士尼 (Walt Disney Co.)	美國	\$27,848
9	麥當勞 (McDonald's)	美國	\$27,501
10	賓士 (Mercedes-Benz)	德國	\$21,795

資料來源：商業週刊，前十大品牌，2006/8/7

轉換

老主顧就是最好的客戶，在某些行業裡顧客很難由原先的供應商轉換到別家。產品的本質特性鎖住了顧客，使他們必須使用某公司的產品或服務。

如果你明天早上起床，決定換穿另一個品牌的襪子，沒有

什麼原因能讓你非用原來的老品牌不可。然而，你可能不太願意換掉過去十年在公司一直使用的會計軟體，除非你對它極不滿意，否則更換計畫將對你的員工和業務造成困擾。你需要投入相當可觀的時間和金錢，讓你的會計部門習慣新軟體，並且祈禱能順利將舊的資料轉換到新系統。由於轉換經常是惡夢一場，因此供應商具有鎖住顧客的競爭優勢。

除了電腦軟體公司外，像是美敦力 (Medtronic)、史塞克 (Stryker) 與嬌生等醫療再生用品公司，也一樣能鎖住顧客。不管價錢多少，醫生很不願意更換產品使用。想想看，醫生要投入多少時間和訓練，去學習如何使用這些產品，你就可以瞭解，在這些產業裡的公司具有競爭優勢。更換產品的時間、精力及相關風險，就像具有防禦性障礙的手銬一樣，將終端的使用者綁在產品上。